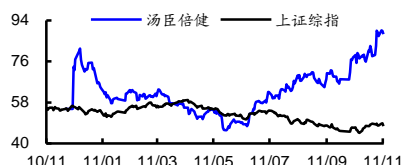


证券研究报告—深度报告

汤臣倍健(300146)
无评级

目标价: 元 昨收盘: 87.48 元

2011年11月17日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本 (百万股)	109.4/27.4
总市值 (百万元)	9,566.8/2,393.5
沪深 300/深圳成指	2,466.96/10,313.33
12个月最高/最低 (元)	162.50/45.70

相关研究报告:
证券分析师: 贺平鸽

电话: 0755-82133396

E-mail: hepg@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120026

证券分析师: 丁丹

电话: 0755-82139908

E-mail: dingdan@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120006

联系人: 杜佐远

电话: 0755-82130473

E-mail: duzyuan@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

首次覆盖

中短期看渠道扩张,长期看品牌提升

● 中国已是全球第二大膳食营养补充剂消费国

中国已经超越日本成为全球第二大膳食营养补充剂消费国,约占全球 20% 市场份额,而美国占 1/3,日本约占 16%。受特定历史因素影响,国内销售渠道以安利为代表的直销为主,但以汤臣倍健为代表的非直销占比快速提升。

● 快速成长的膳食营养补充剂非直销领域龙头

公司近几年高速增长来自: 1) 终端(药店+商超)覆盖数量快速增加; 2) 非直销领域快速增长; 3) 安利中国培养了消费者一定的营养意识。公司 2011 年加速终端覆盖,而 2010 年底请姚明代言和公司上市大大提高了品牌知名度,使得 2011 年原有终端实现较快的内生性增长,因此 2011 年公司加速增长。

● 风险提示

1) 畅销产品结构单一,终端消化有待观察; 2) 盈利能力可能趋降; 3) 现阶段市值相对于跨国巨头偏大; 4) 快速扩张带来终端的管理风险; 5) 未来新覆盖终端对公司增量收入贡献可能渐弱; 6) 产业政策和监管风险。

● 中短期看渠道扩张,长期看品牌提升,暂无评级

预计 11-13 EPS 1.77/2.51/3.37, 同比增长 110%、42%、34%, 扣除财务费用则增长 81%、48%、37%, 对应 PE49/35/26。公司发展前景似乎一片光明:

1) 目前仅覆盖 2 万家终端,空间仍很大; 2) 若非直销领域的汤臣倍健能部分替代直销领域的安利纽崔莱,则空间很大。3) 非直销领域保持 20% 以上增长。

公司正处在终端快速扩张带来的公司规模快速扩张期,当年新覆盖终端和上一年新覆盖终端给公司当年带来绝大部分收入增量,未来 3-5 年的增长仍将主要依靠不断新覆盖终端,且随终端扩张速度波动,但公司业绩对渠道扩张的依赖程度逐步降低,而对品牌的依赖程度逐步提升。公司中短期看渠道扩张带来的外延式发展,长期看品牌提升带来的内生性增长,未来也有望成为中国膳食营养补充剂非直销领域巨头。目前发展战略和盈利模式尚未定型,市值略偏高,短期压制股价上涨空间,暂无评级,关注公司终端消化情况和渠道扩张速度。

盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	205.29	346	635	933	1,278
(+/-%)	44.72%	68.6%	83.6%	46.8%	37.0%
净利润(百万元)	52.17	92	194	274	369
(+/-%)	95.37%	76.5%	110.5%	41.5%	34.4%
每股收益(元)	1.27	1.68	1.77	2.51	3.37
EBIT Margin	29.98%	30.7%	30.7%	30.7%	30.8%
净资产收益率 (ROE)	48.76%	5.7%	10.7%	13.1%	15.0%
市盈率 (PE)	69.90	51.9	49.3	34.9	25.9
EV/EBITDA	55.99	44.4	47.4	32.3	23.7
市净率 (PB)	34.08	2.94	5.26	4.58	3.89

核心观点：中短期看渠道扩张，长期看品牌提升

公司近几年的快速增长来自于：

- 1) 终端（药店+商超）覆盖数量的快速增加；
- 2) 非直销领域膳食营养补充剂行业的快速增长；
- 3) 安利（中国）纽崔莱系列培养了中国消费者一定的营养意识。

公司 2011 年加速终端覆盖，而 2010 年底请姚明代言和公司上市大大提高了品牌知名度，使得 2011 年公司原有终端实现了较快的内生性增长，因此 2011 年公司实现加速增长。预计未来几年公司仍将受益于不断覆盖的销售终端、而老终端将保持相对稳定增长或稳定的销售额。

预计 11-13 年收入增长 84%、47%、37%，净利润增长 110%、42%、34%，扣除财务费用则增长 81%、48%、37%、EPS 1.77/2.51/3.37，对应 PE49/35/26。公司发展前景似乎一片光明：1) 目前覆盖 2 万家终端，空间仍很大（全国 40 万多家药店、5 万多家商超）；2) 安利（中国）营养补充剂（以纽崔莱为品牌）2010 年销售收入 120 亿元，若非直销领域的汤臣倍健能部分替代直销领域的安利纽崔莱，则空间很大。3) 非直销领域行业保持 20%以上增长。

我们认为公司正处在终端快速扩张带来的公司规模快速扩张期，当年新覆盖终端和上一年新覆盖终端给公司当年带来绝大部分收入增量，未来 3-5 年的增长仍将主要依靠不断新覆盖终端，且随终端扩张速度波动，但业绩对渠道扩张的依赖程度逐步降低，而对品牌的依赖程度逐步提升。公司中短期看点是渠道扩张带来的外延式发展，长期则看品牌提升带来的内生性增长。目前发展战略和盈利模式尚未定型，产品结构有待优化，而市值、市值/收入比偏高，短期压制股价上涨空间，暂无评级，关注公司终端消化情况和渠道扩张速度。

风险提示

畅销品种单一，终端消化有待观察：公司近几年的快速增长很大部分来自终端的快速扩张，尤其是近 2 年，目前终端覆盖数量几乎是 2009 年末的 3 倍。而从草根调研情况看，终端除蛋白质粉畅销外，其他品种销售一般，相比同类品种并无明显竞争优势。绝大部分品种生产日期都是半年及以上，公司产品保质期 2 年，若终端不能有效消化或消化太慢，该不利影响则在明年及以后逐步体现。

盈利能力可能会逐步下降：公司毛利率 64%左右，净利率 30%；而国外巨头 NBTY 毛利率 40-50%，净利率 8%左右；GNC 毛利率只有 35%，净利率 5%。盈利能力差异的原因虽然有：

- 1) 国外该市场非常成熟，营养补充剂本质上是普通消费品，而国内市场处于早期阶段，加上安利早期推广时将营养补充剂定位于中高端，导致国内膳食营养补充剂售价高于国外，而公司国内售价高于国内同类品种；
- 2) 国外人工等成本远高于国内；
- 3) GNC 以专卖店为主，产品一半是其他厂商生产的，贴上自己的品牌。我们预计未来营养补充剂市场竞争会加剧（NBTY、GNC 等加大在华投入，很多企业虎视

眈眈进入该领域)，市场逐步成熟，产品定位逐步下移，价格有望逐步下降，加上原材料价格上涨，公司盈利能力可能逐步下降。

公司市值相对于跨国巨头已偏大，短期压制市值上升空间：公司目前近 100 亿市值，相当于 NBTY 240 亿人民币市值的 2/5 多（2010 年 7 月 NBTY 被凯雷集团以 38 亿美元较当时 NBTY 市值 24 亿美元溢价 57% 的高价收购 100% 股权），相当于 GNC 目前 172 亿人民币市值的 56%。

快速扩张带来终端的管理风险。

未来新覆盖终端对公司增量收入贡献可能渐弱。公司目前覆盖的终端以大中城市为主，后续新覆盖终端中偏小城市所占的比例增大，单店销售额没有以前覆盖终端大，对公司增量贡献减小。

产业政策和监管风险。目前中国保健食品法律监管仍然缺位。

销售额测算

假设条件：

- 1) 新覆盖终端平均铺货 1 万多元（出厂价计算），对应终端价格 5 万元；
- 2) 3-4 个月新覆盖终端月销售额收入过万；
- 3) 1 年的 12 个月里新覆盖终端均匀开店。

考虑新覆盖终端铺货和新覆盖终端消化铺货后的收入，大致测算新覆盖终端第一年贡献公司收入 1.75 万元，第二年增长 70%，第三年增长 30%，第四年增长 14%，以后以每年递减 2% 的增速增长，其中在 1 年里面的 8-12 月新覆盖终端除了一次性的铺货贡献公司收入外，对当年没有收入贡献，对第二年的收入贡献也不是完整的 12 个月的收入（消化铺货的原因）。

表 1: 汤臣倍健收入测算（单位：万元）

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
公司营业收入	6685	14186	20529	34608	63500	93358	128106	166849	210444
增速		112%	45%	69%	83%	47%	37%	30%	26%
销售终端个数合计（万个）	3512	5518	7220	13000	20000	27000	34560	42163.2	50596
增速		57%	31%	80%	54%	35%	28%	22%	20%
其中：有营养顾问导购驻店专柜	2297	2895	3420	4500					
对单个终端的平均年销售额（万元/年，出厂价计算）	1.90	2.57	2.84	2.66	3.18	3.46	3.71	3.96	4.16
增速		35%	11%	-6%	19%	9%	7%	7%	5%
其中：原有终端个数（万个）		3512							
单个终端销售额（万元/年）		3.04	3.30	3.63	5.03	5.54	5.98	6.34	6.59
单个终端销售额增速		60%	9%	10%	39%	10%	8%	6%	4%
2008 年新覆盖终端个数（万个）		2006							
单个终端销售额（万元/年）		1.75	2.98	3.33	4.63	5.19	5.71	6.16	6.53
单个终端销售额增速			70%	12%	39%	12%	10%	8%	6%
2009 年新覆盖终端个数（万个）			1702						
单个终端销售额（万元/年）			1.75	2.98	4.17	4.75	5.32	5.85	6.32
单个终端销售额增速				70%	40%	14%	12%	10%	8%
2010 年新覆盖终端个数（万个）				5780					
单个终端销售额（万元/年）				1.75	2.98	3.87	4.41	4.94	5.43
单个终端销售额增速					70%	30%	14%	12%	10%

2011年新覆盖终端个数(万个)					7000			
单个终端销售额(万元/年)					1.75	2.98	3.87	4.41
单个终端销售额增速						70%	30%	14%
2012年新覆盖终端个数(万个)					7000			
单个终端销售额(万元/年)					1.75	2.98	3.87	4.41
单个终端销售额增速						70%	30%	14%
2013年新覆盖终端个数(万个)						7560		
单个终端销售额(万元/年)						1.75	2.98	3.87
单个终端销售额增速							70%	30%
2014年新覆盖终端个数(万个)							7603	
单个终端销售额(万元/年)							1.75	2.98
单个终端销售额增速								70%
2015年新覆盖终端个数(万个)								8433
单个终端销售额(万元/年)								1.75
单个终端销售额增速								
当年新覆盖终端贡献收入	3511	2979	10115	12250	12250	13230	13306	14757
当年新覆盖终端贡献收入/当年收入增量	47%	47%	72%	42%	41%	38%	34%	34%
当年新覆盖终端贡献收入/上一年公司总收入	53%	21%	49%	35%	19%	14%	10%	9%
上一年新覆盖终端贡献增量收入		2457	2085	7081	8575	8575	9261	9314
上一年新覆盖终端贡献增量收入/当年收入增量		39%	15%	25%	29%	25%	24%	21%
上一年新覆盖终端贡献增量收入/上一年公司总收入		17%	10%	20%	14%	9%	7%	6%
当年+上一年新覆盖终端贡献增量收入		5436	12200	19331	20825	21805	22567	24071
当年+上一年新覆盖终端贡献增量收入/当年收入增量		86%	87%	67%	70%	63%	58%	55%
当年+上一年新覆盖终端贡献收入/上一年公司总收入		38%	59%	56%	33%	23%	18%	14%

资料来源：公司资料、国信证券经济研究所预测

表 2: 汤臣倍健收入-成本预测 (单位: 百万元)

	2007	2008	2009	2010A	2011E	2012E	2013E
一、膳食营养补充剂	67	141	203	341	628	923	1265
增长率		110.9%	44.4%	68.1%	84.1%	46.9%	37.1%
毛利率	53.8%	60.7%	63.3%	64.4%	64.0%	64.0%	64.0%
1、蛋白质/维生素/矿物质系列	18	44	61	121	242	368	500
增长率		137.3%	39.5%	98.1%	100.0%	52.0%	36.0%
毛利率			59.5%	62.7%	62.7%	62.7%	62.7%
2、女性健康系列	10	16	28	41	91	136	191
增长率		58.7%	72.3%	48.8%	120.0%	50.0%	40.0%
毛利率			70.0%	70.0%	70.0%	70.0%	70.0%
3、补钙及骨骼健康系列	8	22	33	54	86	125	168
增长率		185.9%	49.1%	62.1%	60.0%	45.0%	35.0%
毛利率			61.5%	68.1%	68.5%	68.5%	68.5%
4、婴幼儿/儿童/青少年健康系列	9	16	21	39	75	108	152
增长率		69.9%	33.8%	84.2%	90.0%	45.0%	40.0%
毛利率			64.3%	63.4%	60.0%	60.0%	60.0%
5、功能性健康系列	5	16	22	33	54	75	105
增长率		194.7%	38.3%	50.6%	65.0%	40.0%	40.0%
毛利率			63.0%	66.5%	67.5%	68.0%	68.5%
6、心脑血管健康系列	8	11	15	21	35	51	71
增长率		30.0%	32.5%	41.0%	70.0%	45.0%	40.0%
毛利率			57.1%	53.5%	50.0%	49.0%	48.0%
7、草本植物健康系列	6	12	18	24	34	44	57
增长率		114.8%	47.8%	30.9%	40.0%	30.0%	30.0%
毛利率			62.2%	59.6%	60.0%	60.0%	60.0%
8、男性健康系列	1	3	5	9	12	16	20
增长率		159.8%	47.2%	70.9%	40.0%	30.0%	30.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

全球视野 本土智慧

毛利率		74.0%	75.1%	75.5%	75.8%	76.0%
二、品牌使用及管理费		1	3	6	8	12
增长率			144.5%	80.0%	50.0%	40.0%
毛利率		100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
主营业务收入合计	67	141	204	344	634	931
增长率		110.9%	45.3%	68.6%	84.0%	46.9%
毛利率	53.8%	60.7%	63.5%	64.7%	64.4%	64.3%
非主营业务	0	1	1	2	2	2
增长率		756%	-22%	74%	0%	0%
毛利率	99.9%	13.3%	3.2%	7.9%	18.0%	15.0%
收入合计	67	142	205	346	635	1278
收入增长率		112.2%	44.7%	17.8%	83.6%	46.8%
毛利率	53.9%	60.3%	63.2%	64.5%	64.2%	64.3%
毛利	36	86	130	223	408	822
毛利增长率		137.19%	51.71%	71.94%	82.95%	46.86%

资料来源：公司资料、国信证券经济研究所预测

中国已是全球第二大膳食营养补充剂消费国

中国已是全球第二大膳食营养补充剂消费国

2006 年全球膳食营养补充剂市场规模超过 680 亿美元，其中美国约 230 亿美元，日本约为 111 亿美元，美国和日本 2/3 的人有消费膳食营养补充剂的习惯（资料来源：《中国营养产业发展报告（2006）》）。2009 年中国膳食营养补充剂市场规模 134 亿美元，跃居世界第二，约占 20%，未来有望超越美国成为最大膳食营养补充剂消费国。（资料来源：2010 年版世界《营养补充剂市场研究报告》）。

全球销售渠道以非直销为主，而中国以直销为主、非直销占比提升

膳食保健品在美国直销占 17-18%，专卖（连锁经营）38%，批发（药店+商场）27%，网络 4%，直邮 5%。日本直销和非直销各占 36%，其余是其他模式。

2008 年底，我国膳食营养补充剂行业市场规模约 550 亿元左右，其中直销 490 亿元，非直销 60 亿元，2010 年膳食营养补充剂行业市场规模 700 亿元，其中直销 590 亿元，非直销 110 亿元，非直销占比快速提升。安利中国、如新中国和完美中国是国内直销领域的代表，安利中国膳食营养补充剂（纽崔莱）07-10 年销售收入分别 80、100、110、120 亿元（安利中国 09-10 年销售收入 200、220 亿元），年均增长 10% 多。

汤臣倍健是国内非直销领域龙头，市场份额快速提升

2008 年汤臣倍健在国内非直销领域市场份额约 10%，居第一位，2010 年已快速上升到 15%。非直销领域其他企业包括 NBTY（中国以 Nature's Bounty 即自然之宝品牌销售，国内市场份额约 5%）、GNC（General Nutrition Center，健安喜）、益生康健（国内领先的营养品购物平台）等。国内非直销行业年均增长 20% 以上，企业 300 多家。

中国保健食品法律监管仍然缺位

2009年出台的《食品安全法》专门提到保健食品的具体管理办法将另行规定。《保健食品监督管理条例》自2009年5月公开征求意见，至今尚未出台正式版本。2011年11月国务院食品安全委员会发出了《关于进一步加强保健食品质量安全监管工作的通知》，对保健食品质量安全监管工作作出具体部署。

公司销售模式/渠道：以区域经销模式为主

➤ 区域经销模式

- ✓ 收入占比80%以上，以城市或地区为单位，选择一个或多个区域经销商，经销商负责销售网络拓展、产品分销、促销等，公司负责品牌建设、营销策划、市场管理以及整合全国经销商的网络。通过经销商在各主要零售终端（药店+商超）采用“专柜+营养顾问”的销售模式（营养顾问属于经销商派出人员，由公司的注册营养师进行培训）。
- ✓ 目前与公司合作的经销商300多个，经销商80%以上是专营专销（专门销售公司产品，或者同类品种只销售公司产品）。之前经销商流失率在3%，2011年流失很少。

➤ 直供终端模式

- ✓ 收入占比15%左右，对于部分百强连锁药店（老百姓等）和百强商超（屈臣氏）等重要零售终端，由于其往往具有销售网络覆盖面广、销售能力强以及跨区域的特点，公司选择与其直接建立业务合作关系。
- ✓ 目前公司跟80多家百强连锁药店、10多家百强商超有合作，但他们的很多单店还没覆盖。例如屈臣氏全国共600多家单店，公司覆盖了屈臣氏的400家单店；广东一家连锁药店共2000多个单体药店，公司覆盖了它的1000多个。

区域经销模式和直供终端模式属于传统意义上的销售渠道，截止2011年6月31日，公司覆盖的零售终端16000万家，预计2011年底将达到20000家（其中药店19000家，商超1000家左右），比2010年新增7000家。计划3-5年终端个数扩大到5-6万家。目前全国40万多家药店、5万多家商超，全国333个地级市场中，公司目前覆盖了250-260个地级城市。覆盖的终端中有营养顾问的终端所占的比例不断下降，从2007年的65%到2010年的35%，主要是终端快速覆盖，但营业顾问没有及时跟上。

➤ 连锁经营模式（专卖店）

- ✓ 收入占比不到5%，包括自营店、联营店、加盟店。连锁经营（专卖店）是国外膳食营养补充剂领先企业的主流销售模式之一。公司2006年开始授权并支持一批经销商开设汤臣倍健品牌专卖店，专门销售公司产品。2008年下半年借鉴美国NBTY、GNC等全球膳食营养补充剂领先企业的销售模式，在传统销售渠道模式的基础上增加连锁经营模式。2009年初公司全面规范已经开设的品牌专卖店。目前公司连锁店400家，2010年223家，大部分在下半年开，连锁经营一方面可以提升品牌，一方面可以对传统终端进行指导和服务。
- ✓ **直营店：**由公司投资、公司直接经营管理的店铺。目前直营店共70家，广州50多家，其次是青岛，计划在广州建到上百家。2011年单店营业额平均增长40%，一些单店增长80%，一些单店增长20%，10-20平米，直营店一半是盈利的，2万以上的月营业额是盈亏平衡点，开在超市的外场，那里人流量大。

- ✓ **联营店:** 公司负责选址、提供设备、装修和操作规范。联营店的租赁费、押金、开店后的各项营运费用由店铺承担。公司定期收取品牌使用及管理费，联营店向当地授权经销商采购产品，而不直接向公司采购产品。选取品牌知名度较高、经营条件成熟的地级以上城市开设。
- ✓ **加盟店:** 之前由经销商开设的品牌专卖店，2009 年初将其规范为加盟店类型。公司向加盟店收取品牌使用及管理费。加盟店向当地授权经销商采购产品，而不直接向公司采购产品。计划短期内暂不新开加盟店，2013 年开始在县级等三线以下城市采用招商加盟方式开设加盟店。
- **网购**
- ✓ 目前公司禁止网上销售，未来是一个发展方向，2011 年 10 月公司委托一家公司在淘宝商超开了一个旗舰店，开店的目的是规范网上市场，规范公司产品的价格，不是为了扩大的收入，网店目前不是公司的重点，价格应不低于实体店的 9 折。未来可能会在网上推出一个新的品牌。

经营层面

终端价格管理: 公司非常重视，目前有存在一些问题。公司在官网公布了零售价格，为避免终端的竞争，各终端也是全国统一零售价，但存在药店促销的情况。2010 年年底开始使用内外码，让公司可以验证产品的流向，加强终端价格管理。公司采用一级分销，简化经销环节。公司产品的终端价格是高于非直销领域的同类产品，跟直销领域的安利差不多。

出厂价: 出厂价是终端价格的 2-3 折。10 年 12 月一半产品提了 10%，预计短期内公司不会提价。

成本: 80%的成本是原料成本，人工成本 14%和 4%的折旧等制造费用。

原材料: 10 年全球采购的比例占 2/3，未来比例还会提升。未来可能收购国外有机农场，在国外建立专属原料基地。

库存: 存货周转率 2-3%比国外 4-5%低，未来有提升空间。公司原料库存 2 个月、产成品库存 2-3 个月，经销商库存 0.5-1 个月，终端药店库存非常小。公司跟经销商大部分现款现货，经销商小批量多批次订货，公司有订货平台，考虑到运输成本，经销商每个月最多订货 3 次，之前是 7-8 次。药店过期的产品得报废，公司给予经销商的退换货额度是 2%，处理过期产品需要环保局帮助处理。这块的损失很小，09 年 190 万，10 年保持金额稳定。

毛利率高于国外厂商的原因: 公司毛利率 64%左右，NBTY 毛利率 40-50%，GNC 毛利率只有 35%。1) 国内膳食营养补充剂售价比国外的高（例如安利的纽崔莱蛋白质粉国外零售价约 200 元人民币/瓶/450g，国内 300 元人民币/瓶/455g）；2) 国外人工成本远高于国内；3) GNC 以专卖店为主，产品一半是其他厂商生产的，贴上自己的品牌。

产品个数: 100 多个，其中营养素补充剂和保健食品个数 39 个，其他是普通食品（数据截止 11 年 6 月底）。NBTY、GNC 全球虽有很多产品，但在中国获批上市销售的不是很多。

激励: 公司目前没有考虑中高层股权激励，以后可能会考虑，现在引进了很多高端

人才。目前销售人员收入中等偏上，比不上安利，制造工人工资 3000 元/月。

广告费用：每年占收入 13% 多点。

2012 年目标：整个行业增长 30%，12 年公司收入和利润目标增长 50%。2011 年实际增长比计划的高。

新覆盖单店对收入贡献：新增店对公司收入拉动有一定的增量，比例较大，A 类店一般铺货 2 万元（以出厂价计算），自营店铺货 2-3 万元，预计总体来看新覆盖的单店铺货 1 万多元（新覆盖单店以 C 类店为主）。新覆盖单店一般 3-4 个月终端月销售额可以过万。

新进入者：公司产品对药店是一个比较大的利润来源，药店方面比较积极。很多企业想进营养保健食品这个行业。

超募资金使用：对外并购没有明确的时间表，并购的企业一定是主业相关的，高成长性。

健康快车：共 4 辆车，不是为了销售，是为了宣传、教育和搜集各地的数据。

店面草根调研：终端消化情况有待观察

总体情况：直营店配有自身营业顾问，销售专业，有产品组合。药店和商超的销售人员/营业顾问不是专门销售公司产品，推销没有很强的针对性。公司近 2 年快速、大量扩张药店和商超，但相比同类产品并无明显优势，终端消化情况有待观察。

➤ 广州正佳广场广百直营连锁店

属于广州最繁华地带，10-20 平方米，员工总共 3 人，成立 6-7 个月，营业额月均 6-7 万，日均 2000 多元，店铺租金不到 2 万/月，员工完成任务的月工资大概 2-3 千。卖得最好的产品是蛋白质粉、女性产品，美容、减肥等。除了蛋白质粉生产日期是 11 年 9 月份之外，其他产品的生产日期大部分是 11 年 1-7 月份生产。一个特点是店员会免费给顾客做虹膜测试，通过测试了解顾客缺乏什么营养，然后推荐产品组合，一个组合大概 4 个产品，都已经包装好放在柜台上，售价 500 元左右。总体而言店面布置专业，营养顾问导购、介绍也很专业。

➤ 广州正佳广场屈臣氏店-柜台

同柜台有 5 个品牌，除汤臣倍健外，其他国外品牌如 NBTY、Nuturies 等，总体上汤臣倍健较其他品牌价格略贵，如蛋白质粉，汤臣倍健(298 元/455g)比 NBTY(248 元/455g)贵。月均营业额大概 1.5-1.7 万/月，较其他品牌差不多。产品生产日期跟正佳广场自营店的差不多，除了蛋白质粉生产日期是 11 年 9 月份之外，其他产品的生产日期大部分是 11 年 1-7 月份生产。营业顾问同时销售多家品牌。

➤ 深圳罗湖区红宝路三品药店

中型药店，专柜形式，其他几个品牌集中另外一个大的柜台。生产日期同上述的差不多。没有经销商派驻的营业顾问，是药店自己的销售人员。

附件：跨国膳食营养补充剂巨头简介

➤ NBTY 公司

NBTY 是全球第二大膳食补充剂销售和生产企业，前身为创建于 1971 年的自然之宝公司(Nature's Bounty,Inc.)，于 1990 年 5 月正式更名为 NBTY,Inc. 总部设在美国纽约。1992 年 NBTY 在纳斯达克上市，后于 2003 年转版至纽约证券交易所，2004 年 NBTY 被财富杂志(Fortune Magazine)评选为全美发展最快公司之一。2006 年 12 月，诺天源（中国）贸易有限公司正式成立，标志着 NBTY 正式登陆中国，目前 NBTY 中国销售的产品全部进口，成本比国产品牌要高很多，未来将逐步转移到中国生产。

目前员工大约 14000 名。产品种类丰富达 3000 多个品种，超过 22000 个单品(SKU)，拥有众多国际知名品牌，其中包括 Nature's Bounty, Vitamin World, Puritan's Pride, Holland & Barrett, Rexall, Sundown, MET-Rx,WORLDWIDE Sport Nutrition, GNC (UK), 和 American Health 等。产品销往全球 90 个国家和地区，受到消费者的欢迎和信赖。销售方式以药店和商超为主。

2010 年 NBTY 收入 28.27 亿美元，净利润 2.14 亿美元。2010 年 7 月 NBTY 被凯雷集团以 38 亿美元较当时市值 24 亿美元溢价 57%的高价收购 100%股权。凯雷集团总部设于华盛顿特区，旗下管理资产达 980 亿美元，是全球顶级的私募投资集团。

➤ GNC 公司

GNC 是全球著名的营养保健食品销售商，在全球 44 个国家和地区 GNC 拥有 6400 多家专卖店，销售 1500 种以上的产品，并且每年 GNC 的产品研发部门还将推出近百种最新产品以满足市场需要。销售方式以专卖店为主。在全球的许多地方 GNC 就是营养保健食品的代名词。当前市值 27 亿美元。

➤ 安利

安利创办于 1959 年，总部位于美国密执安州的亚达城，业务遍布 80 多个国家和地区。产品包括营养保健食品（品牌为纽崔莱）、美容化妆品（品牌为雅姿）、个人护理用品、家居护理用品和家居耐用品等，是世界知名的大型日用消费品生产及销售商，也是全球最大的营养保健食品生产销售商，是直销领域的代表。

1992 年进入中国，生产四大系列、近 180 款优质产品，安利（中国）总部位于广州，在北京和上海设立地区办事处。1998 年 7 月，安利（中国）经国家批准采用“店铺销售加雇佣推销员”方式转型经营。公司在全国开设了 130 多家店铺，营销人员 13 万名。通过店铺和营销人员为消费者提供产品和售前、售后服务。

2010 年安利全球销售额突破 92 亿美元，同比增长 9.5%，其中营养保健食品（纽崔莱）近 40 亿美元，居世界第一。其中安利（中国）销售额 220 亿元，增长 9%，其中纽崔莱（中国）销售额 120 亿元即 19 亿美元，增长 9%，占安利（中国）销售额的 55%。

表 3: NBTY、GNC 财务数据、业务分类、市值、PE (单位: 百万美元)

NBTY						GNC				
	2010	2009	2008	2007	2006		2010	2009	2008	
营业总收入	2827	2582	2179	2015	1880	营业总收入	1822	1707	1657	
增长率	9%	18%	8%	7%		增长率	7%	3%		
营业总成本	2473	2318	1943	1707	1705	营业总成本	1610	1526	1486	
营业成本	1522	1458	1102	967	992	营业成本	1180	1116	1083	
销售费用	138	110	140	120	104	营业开支	430	410	404	
管理费用	768	738	700	620	599					
并购费用	46									
IT 项目终止费用		12								
商誉损失					10					
营业利润	354	264	237	308	175	营业利润	212	181	170	
财务费用	-30	-35	-19	-17	-26	财务费用	66			
其他收支	4	0	13	13	4	其他收支	1	-70	-84	
利润总额	328	229	231	304	153	利润总额	147	111	87	
所得税	114	83	78	96	41	所得税	50	42	32	
净利润	214	146	153	208	112	净利润	97	70	55	
增长率	47%	-5%	-26%	86%		增长率	39%	27%		
毛利率	46%	44%	49%	52%	47%	毛利率	35%	35%	35%	
销售费用率	5%	4%	6%	6%	6%	销售+管理费用率	24%	24%	24%	
管理费用率	27%	29%	32%	31%	32%					
利润率	12%	9%	11%	15%	8%	利润率	8%	7%	5%	
净利率	8%	6%	7%	10%	6%	净利率	5%	4%	3%	
分渠道/区域收入						分渠道/区域收入				
批发 (药店+商超)	1735	1557	1160			零售 (自有专卖店)	1344	1256	1219	
零售 (自有+特许专卖店)/欧洲	645	602	600			零售 (特许专卖店)	294	264	258	
零售 (自有+特许专卖店)/北美	213	202	208			批发 (药店+商超)	184	388	359	
直销/电子商务	234	221	211			内部抵消	0	-201	-180	
分渠道/区域收入占比						分渠道/区域收入占比				
批发 (药店+商超)	61%	60%	53%			零售 (自有专卖店)	74%	74%	74%	
零售 (自有+特许专卖店)/欧洲	23%	23%	28%			零售 (特许专卖店)	16%	15%	16%	
零售 (自有+特许专卖店)/北美	8%	8%	10%			批发 (药店+商超)	10%	23%	22%	
直销/电子商务	8%	9%	10%			内部抵消	0%	-12%	-11%	
10 年 7 月市值	2400					11 年 11 月市值	2725			
对应 10 年 PE	11					对应 10 年 PE	28			
10 年 7 月凯雷收购价格	3800									
对应 10 年 PE	18									
专卖店单月销售额/万元人民币	2010 年									
NBTY	32									
GNC	13									
汤臣倍健	2.3									

资料来源: 公司资料、国信证券经济研究所整理; 注: 汤臣倍健专卖店单月销售额以 10 年 6 月底 26 家直营专卖店收入计算所得

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	1504	1531	1684	1926	营业收入	346	635	933	1278
应收款项	16	30	43	60	营业成本	123	227	333	457
存货净额	67	123	180	246	营业税金及附加	3	6	8	12
其他流动资产	89	71	104	142	销售费用	86	159	233	320
流动资产合计	1676	1754	2011	2374	管理费用	28	48	71	97
固定资产	65	152	216	274	财务费用	(2)	(35)	(37)	(42)
无形资产及其他	3	2	2	2	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	10	10	10	10	资产减值及公允价值变动	(0)	(3)	(2)	(2)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
资产总计	1754	1919	2239	2661	营业利润	107	227	322	433
短期借款及交易性金融负债	70	0	0	0	营业外净收支	0	1	1	1
应付款项	20	32	46	64	利润总额	108	228	323	434
其他流动负债	39	70	103	141	所得税费用	16	34	48	65
流动负债合计	129	102	149	204	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	92	194	274	369
其他长期负债	0	0	0	0					
长期负债合计	0	0	0	0	现金流量表 (百万元)				
负债合计	129	102	149	205	净利润	92	194	274	369
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	0	1	0	0
股东权益	1624	1817	2090	2457	折旧摊销	4	9	14	19
负债和股东权益总计	1754	1919	2239	2661	公允价值变动损失	0	3	2	2
					财务费用	(2)	(35)	(37)	(42)
					营运资本变动	(94)	(8)	(56)	(66)
					其它	(0)	(1)	(0)	(0)
					经营活动现金流	3	198	235	324
					资本开支	(22)	(100)	(80)	(80)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(22)	(100)	(80)	(80)
					权益性融资	1436	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(1)	(1)	(2)	(2)
					其它融资现金流	47	(70)	0	0
					融资活动现金流	1482	(71)	(2)	(2)
					现金净变动	1463	27	153	242
					货币资金的期初余额	41	1504	1531	1684
					货币资金的期末余额	1504	1531	1684	1926
					企业自由现金流	(21)	67	122	208
					权益自由现金流	26	27	153	243

关键财务与估值指标				
	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	1.68	1.77	2.51	3.37
每股红利	0.01	0.01	0.01	0.02
每股净资产	29.71	16.62	19.11	22.46
ROIC	10%	9%	13%	17%
ROE	6%	11%	13%	15%
毛利率	64%	64%	64%	64%
EBIT Margin	31%	31%	31%	31%
EBITDA Margin	32%	32%	32%	32%
收入增长	69%	84%	47%	37%
净利润增长率	77%	110%	42%	34%
资产负债率	7%	5%	7%	8%
息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
P/E	51.9	49.3	34.9	25.9
P/B	2.9	5.3	4.6	3.9
EV/EBITDA	44.4	47.4	32.3	23.7

资料来源: 国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔嵘	021-60933159	张旭	010-66026340		
				技术分析	
				闫莉	010-88005316
交通运输		银行		房地产	
郑武	0755-82130422	邱志承	021-60875167	方焱	0755-82130648
陈建生	0755-82133766	黄飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳鑫	0755-82130432			黄道立	0755-82133397
周俊	0755-82130833-6215				
糜怀清	021-60933167				
商业贸易		汽车及零配件		钢铁及新材料	
孙菲菲	0755-82130722	左涛	021-60933164	郑东	010-66025270
祝彬	021-60933156			秦波	010-66026317
常伟					
机械		基础化工		医药	
郑武	0755-82130422	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
陈玲	0755-82130646	张栋梁	0755-82130532	丁丹	0755-82139908
杨森	0755-82133343	罗洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	胡博新	0755-82133263
		梁丹	0755-82134323	刘勍	0755-82130833-1845
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
杨敬梅	021-60933160	陈财茂	010-88005322	彭波	0755-82133909
张弢	010-88005311	刘明	010-88005319	龙飞	
电力与公用事业		非银行金融		通信	
谢达成	021-60933161	邵子钦	0755-82130468	严平	021-60875165
		田良	0755-82130513	唐俊杰	021-60875160
		童成敦	0755-82130513		
轻工		家电		建筑	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	邱波	0755-82133390
邵达	0755-82130706	朱少凌	0755-82130646	刘萍	0755-82130678
计算机及电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755-82130761	方军平	021-60933158	张如	021-60933151
高耀华	010-88005321				
欧阳仕华	0755-82151833				
熊丹	0755-82133528				
建材		旅游		食品饮料	
郑东	010-66025270	曾光	0755-82150809	黄茂	0755-82138922
马彦	010-88005304	钟潇	0755-82132098		
新兴产业		研究支持		量化投资产品	
陈健	010-66022025	沈瑞	0755-82132998	焦健	0755-82133928
李筱筠	010-66026326	余辉	0755-82130741	周琦	0755-82133568
孙伟	010-66026320	王越明	0755-82130478	邓岳	0755-82150533
		吴美玉	010-66026319		
基金评价与研究		量化投资策略		量化交易策略与技术	
杨涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332	戴军	0755-82133129
康亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155	黄志文	0755-82133928
刘舒宇	0755-82133568	郑云	021-60875163	秦国文	0755-82133528
李腾	0755-82130833-6223	毛甜	021-60933154	韦敏	0755-82130833-3772
刘洋	0755-82150566	李荣兴	021-60933165	张璐楠	0755-82130833-1379
潘小果	0755-82130843	郑亚斌			
蔡乐祥	0755-82130833-1368				
钱晶	0755-82130833-1367				

数据与系统支持

赵斯尘 021-60875174
徐左乾 0755-82133090
李扬之 0755-82136165
陈爱华 0755-82133397
袁 剑 0755-82139918

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)
王立法 010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平 021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏 宁 0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓建 010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹 021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	林 莉 0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
焦 骞 010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑 毅 021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
李文英 010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	黄胜蓝 021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	王昊文 0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
赵海英 010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	刘 塑 021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	甘 墨 0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
原 祎 010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	叶琳菲 021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	段莉娟 0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
杨 柳 010-66026341 18601241651 yangliu1@guosen.com.cn	孔华强 021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	徐 冉 0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
		颜小燕 0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
		赵晓曦 0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
		郑 灿 0755-82133043 18620399819 zhengcan@guosen.com.cn